

**ANALISIS *FREE CASH FLOW* TERHADAP  
KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN EKUITAS  
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI  
INDONESIA**

(STUDI KASUS PERUSAHAAN MEMPUBLIK DI BEJ  
PERIODE 2005 – 2009)

Endang Kartini Panggiarti, Utpala Rani dan Chaidir Iswanaji

(Dosen Tetap D III Akuntansi Fakultas Ekonomi Univ.

Tidar Magelang)

**Abstract**

The objective of the research is to find more deep about the impact of free cash flow toward debt and equity policy in Manufacturer Company in Indonesia since 2005 – 2009. This research we take in Pojok Bursa Efek Jakarta (IDX) in Yogyakarta Islam University. The company listing in BEJ is 408, but we take only 252 company that manufacturer company. From 252 companies only 51 company that according for our criteria. Theory development result gives two hypotheses that formulated in two model regression equation. Two model of this research have been pass of assumption classic test and statistics test with SPSS program that is F and T statistic test. The result of the test give us the conclusion that is both alternative hypotheses could not be accepted. It's mean that free cash flow could not give the positive impact toward debt and equity policy.

Keyword: free cash flow, debt policy, equity policy

## **A. Pendahuluan**

### **A.1 Latar Belakang Masalah**

Uang atau kas merupakan sarana untuk memenuhi kebutuhan hidup yang serba rumit. Perusahaan juga memiliki kebutuhan hidup untuk menjaga kelangsungan hidupnya. Salah satu upaya untuk memenuhi kebutuhan untuk menjaga kelangsungan hidupnya adalah tersedianya kas yang cukup. Tingkat likuiditas yang baik menjadi indikator bahwa perusahaan cukup mampu untuk menghasilkan kas guna membiayai kebutuhan-kebutuhannya baik untuk kebutuhan jangka pendek dan jangka panjang. Perusahaan yang *profitable* biasanya memiliki sisa kas atau dana kas yang tidak atau belum digunakan untuk membiayai kebutuhan apapun. Manajer perusahaan berhak menggunakan kas tersebut untuk pemenuhan kegiatan investasi atau pendanaan lain di luar rutinitas kegiatan perusahaan. Penggunaan kas misalnya perusahaan tertarik untuk menanamkan investasi baru atau proyek baru dan membiayainya dengan kas atau modal sendiri, agar perusahaan tidak memiliki kewajiban kepada pihak ketiga. Atau kas digunakan untuk membayar kewajiban utang kepada pihak ketiga atau bahkan melunasinya, sehingga kewajiban perusahaan kepada pihak ketiga selesai. Selain itu, mungkin saja kas diberikan kepada pemegang saham sebagai dividen untuk memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham dan mengurangi konflik keagenan yang terjadi.

Berbagai alternatif kepentingan atas adanya kas di perusahaan memberikan konflik tersendiri antara manajemen, pihak ketiga dan pemegang saham. Kebijakan utang atau kebijakan ekuitas adalah pilihan

keputusan yang harus diambil bagi perusahaan yang berkembang. Kedua alternatif tersebut memerlukan analisa yang tajam dan mendalam karena demi laju kembangnya perusahaan. Mengapa? Karena pilihan terhadap kedua kebijakan tersebut mengandung risiko yang harus siap dihadapi oleh perusahaan. Ketika perusahaan memilih melunasi utang atau membayar angsuran, berarti ada kas yang berkurang yang mungkin di masa mendatang memiliki kebutuhan mendadak yang harus dipenuhi. Jika perusahaan memberikan kepada pemegang saham sebagai dividen untuk meredam konflik yang terjadi, berarti ada harus ada kepentingan perusahaan yang ditanggihkan atas penggunaan kas tersebut. Kebijakan utang menimbulkan beban bunga selain pokok yang harus dibayar oleh perusahaan. Apalagi manajemen adalah pihak penengah dari pihak-pihak yang memiliki kepentingan atas perusahaan. Sudah semestinya manajemen harus memiliki peran untuk meredam atau mengurangi konflik kepentingan atau keagenan yang terjadi agar semua pihak merasa terpuaskan. Oleh karena itu, pada penelitian ini, peneliti ingin meneliti lebih dalam penggunaan kas bebas di perusahaan manufaktur digunakan untuk apa oleh perusahaan, apakah untuk melunasi utang, atau membayar dividen.

Pihak agen (manajemen dan pemegang saham) biasanya berkepentingan terhadap kas. Oleh karena itu biasanya kas menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan (Tarjo, 2005). Ross et al. (2000) seperti yang dikutip oleh Tarjo (2005), *Free cash flow* adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham

yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Namun apakah *free cash flow* tersebut digunakan oleh manajer perusahaan untuk membiayai pendanaan/kebijakan utang atau pendanaan/kebijakan ekuitas. Atau manajer tetap memiliki *moral hazard* untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri di masa yang akan datang dengan cara membiayai investasi atau proyek yang bernilai tinggi dimana di masa mendatang akan memberikan income tinggi. Hal inilah yang menarik peneliti untuk dilakukan penelitian yang lebih mendalam tentang perilaku manajer perusahaan dalam mengelola *free cash flow* yang ada di perusahaannya. Peneliti mengambil data hanya untuk perusahaan manufaktur yang peneliti anggap dapat mewakili seluruh perusahaan yang mempublik di Indonesia pada periode 2005-2009.

## **A.2 Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah ingin menyelidiki lebih dalam tentang pengelolaan *free cash flow* yang ada di perusahaan manufaktur. Apakah *free cash flow* digunakan untuk membiayai pendanaan utang (kebijakan utang) atau untuk membayar dividen (kebijakan ekuitas) kepada pemegang saham.

## **B. Tinjauan Pustaka**

### **B.1 Pengertian *Free Cash Flow***

Setiap perusahaan yang memiliki investasi mempunyai kas yang tidak digunakan untuk mendanai investasi. Kas tersebut tertanam di harta perusahaan, namun belum dimanfaatkan oleh perusahaan. Investasi yang tinggi dan

di masa yang akan memberikan profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki kelebihan kas atau *free cash flow*. Perusahaan berhak memanfaatkan kas tersebut untuk memenuhi kewajiban atau kebutuhan lainnya. Namun, untuk melakukan hal tersebut, terkadang banyak pihak/agen yang ikut campur, karena merasa berhak atas kas yang belum dimanfaatkan oleh perusahaan, oleh karena itu menimbulkan konflik keagenan. *Free cash flow* (FCF) atau aliran kas bebas adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen (Jensen, 1986). Pada penelitian Jensen (1986), aliran kas bebas dibagi setelah membayar dividen kepada pihak pemegang saham. Pada penelitian ini, perusahaan mementingkan kepentingan pemegang saham untuk menghindari konflik keagenan antara perusahaan dan pemegang saham. Untuk pihak kreditor dan agen lainnya dipikirkan kemudian. Pada penelitian ini, peneliti ingin menyelidiki lebih dalam perusahaan lebih memilih membayar dividen atau membayar utang untuk memanfaatkan dana kas bebas ini.

## **B.2 Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kebijakan Utang**

Biaya keagenan utang atau sering disebut kebijakan utang adalah keputusan yang diambil oleh manajemen untuk membayar kewajiban kepada pihak ketiga. Biaya keagenan utang tersebut berupa beban bunga yang harus dibayar selain angsuran pokoknya.

Jensen (1986) seperti yang dikutip oleh Tarjo (2005) menjelaskan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas besar cenderung akan mempunyai level utang yang lebih tinggi khususnya ketika perusahaan mempunyai set

kesempatan investasi rendah. Manajemen bebas memilih dan menentukan investasinya, namun alangkah baik jika memilih investasi yang memiliki *net present value* positif. Investasi yang rendah maupun tinggi memberikan kembalian yang besar bagi perusahaan selain risiko yang bakal diterima seimbang dengan kembaliannya. Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas besar cenderung memiliki utang besar namun set kesempatan investasi rendah, begitu pula sebaliknya, perusahaan yang memiliki aliran kas bebas kecil cenderung memiliki utang kecil namun set kesempatan investasinya tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa banyaknya kas yang menganggur yang tidak digunakan untuk pembiayaan investasi, terbukti set kesempatan investasi rendah justru ketika aliran kas tinggi. Kas tersebut bersumber dari pihak ketiga, sehingga sisa kas yang tidak digunakan tersebut cenderung digunakan untuk membayar kewajiban pada pihak ketiga. Sedangkan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas kecil cenderung memiliki set kesempatan investasi tinggi, dan utang kecil. Hal ini menunjukkan perusahaan mendanai investasi dengan modal sendiri, sehingga kas bebas cenderung digunakan untuk mendanai dividen.

Gull dan Jaggi (1999) seperti yang dikutip oleh Tarjo (2005) menemukan hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan utang berbeda antara perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi rendah dengan perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi tinggi. Hasil temuan ini mendukung hipotesis Jensen (1986) yang menyatakan bahwa hubungan positif antara aliran kas bebas dan level utang adalah signifikan khususnya untuk perusahaan dengan set kesempatan

investasi rendah. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang hendak peneliti ajukan adalah

H<sub>1</sub>: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*

### B.3 Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kebijakan Ekuitas

Hasil penelitian Tarjo (2005) membuktikan bahwa *free cash flow* terhadap kebijakan utang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisien positif dan signifikan. Moderasi ukuran perusahaan tidak berhasil membedakan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hal ini dibuktikan dengan *chow test* yang hasilnya tidak menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara perusahaan besar dan kecil yang memiliki SKI rendah dalam mengelola *free cash flow* terhadap kebijakan utang.

Selain itu, Tarjo (2005) juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan penggunaan utang pada kelompok perusahaan kecil. Adanya kepemilikan manajerial mampu mewarnai dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan utang. Sedangkan pengujian pada kelompok perusahaan besar, kepemilikan manajerial tidak mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan penggunaan utang.

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan metoda yang berbeda. Peneliti tidak menggunakan perusahaan besar atau kecil karena pada penelitian Tarjo (2005) tidak memberikan pengaruh yang signifikan dan peneliti juga tidak menggunakan kepemilikan manajerial yang terbukti bahwa peran manajerial hanya pada perusahaan kecil. Jadi perusahaan kecil mampu mengelola *free cash*

*flow* sedangkan pada perusahaan besar manajerial terbukti tidak mampu mengelola *free cash flow*. Oleh karena itu pada penelitian ini, peneliti hanya ingin mengetahui pengelolaan *free cash flow* digunakan untuk apa oleh manajerial, apakah untuk membayar utang atau membayar dividen,

Variabel yang digunakan pada penelitian ini adalah kebijakan utang dan dividen sebagai variabel dependen. Sedangkan untuk variabel independen adalah *free cash flow*. Kebijakan utang adalah yang diproksikan dengan *debt ratio* (DR) adalah total utang jangka panjang dibandingkan dengan utang jangka panjang dan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya (VidyantiedanHandayani, 2006). Sedangkan kebijakan ekuitas yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) adalah perbandingan antara dividen yang dibagikan dengan laba bersih setelah pajak (Jensen dkk., 1992; dalam Moh'd dkk. 1998; Masdupi, 2005; VidyantiedanHandayani, 2006; D'Sauza, 1999; dan Taswan, 2003; dalam Panggiarti, (2007)). Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang peneliti ajukan adalah

H<sub>2</sub>: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

## **C. Metoda Penelitian**

### **C.1 Sumber Data Penelitian**

Pada penelitian memerlukan data berupa jumlah utang atau kewajiban jangka panjang, jumlah ekuitas, jumlah laba bersih dan jumlah dividen kas yang diberikan oleh masing-masing perusahaan kepada pemegang saham. Selain itu, pada penelitian ini juga memerlukan data jumlah aktiva lancar, jumlah kewajiban atau utang lancar,



jumlah perolehan atau pembelian aset tetap, dan jumlah aliran kas dari aktivitas operasi. Data-data tersebut dapat diperoleh di laporan keuangan perusahaan manufaktur yang mempublik. Data-data laporan keuangan tersebut diperoleh di Pojok Bursa Efek Jakarta di Universitas Islam Indonesia (UII). Data yang digunakan pada penelitian ini adalah dari tahun 2005 sampai dengan 2009. Peneliti mengambil waktu 5 tahun, untuk menambah keakuratan dan kefleksibelan data di laporan keuangan terhadap segala faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi perubahan kondisi keuangan perusahaan.

## **C.2 Desain Sampel Penelitian**

Rancangan atau desain sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur saja. Adapun rancangan sampel yang digunakan pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1 dibawah ini. Perusahaan yang listing di BEJ sebanyak 408 buah yang terdiri dari segala sektor. Dari 408 buah tersebut hanya perusahaan manufaktur saja yang digunakan dalam penelitian ini, selain keuangan, properti dan real estate. Karena industri tersebut memiliki keunikan tersendiri terhadap struktur keuangannya dan memiliki volatilitas yang cukup tinggi dibandingkan dengan industri lainnya. Sehingga dikhawatirkan akan mempengaruhi struktur keuangan industri lainnya.

Tabel 1. Rancangan sampel penelitian

No	Uraian	Jumlah
1	Jumlah Perusahaan yang listing di BEI	408
2	Jumlah perusahaan non manufaktur	39
3	Jumlah perusahaan manufaktur	369
4	Jumlah perusahaan yang termasuk di industri keuangan, properti dan real estate	117
5	Perusahaan selain industri keuangan, properti dan real estate	252
6	Perusahaan yang tidak listing selama 5 tahun berturut-turut	132
7	Perusahaan yang listing selama 5 tahun berturut-turut	120
8	Jumlah perusahaan yang mengalami defisiensi modal, data rusak dan laporan keuangan belum keluar sd Juli 2010	69
9	Jumlah sampel perusahaan manufaktur	51

Perusahaan yang dijadikan sampel pada penelitian ini setelah dikurangi dengan perusahaan non manufaktur, perusahaan yang bergerak di industri keuangan, properti dan real estate, perusahaan yang tidak listing selama 5 tahun berturut-turut dan perusahaan yang mengalami defisiensi modal, data rusak dan laporan keuangan yang belum keluar sampai dengan Juli 2010 sebanyak 51 perusahaan. Sehingga sebanyak 51 perusahaan yang dijadikan sampel untuk penelitian ini.

### C.3 Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan adalah variabel dependen (Y) dan variabel independen (X) untuk memudahkan peneliti menentukan proksi yang tepat dari suatu kejadian. Variabel dependen (Y) untuk penelitian ini adalah Kebijakan Utang dan Kebijakan Ekuitas. Proksi untuk kebijakan utang adalah *Debt Ratio* (rasio utang) dan proksi untuk kebijakan ekuitas adalah *Dividen Payout Ratio* (rasio pembayaran dividen), sedangkan variabel independennya adalah dana bebas yang tidak digunakan untuk investasi yang diproksikan dengan *Free Cash Flow*. Rumus *free cash flow* dihitung dengan

menggunakan rumus Ross et al. (2000) seperti yang telah dilakukan pula oleh Tarjo (2005), yaitu:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it} \quad (1)$$

Keterangan:

$FCF_{it}$  = *Free cash flow*

$AKO_{it}$  = Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

$PM_{it}$  = Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

$NWC_{it}$  = Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Pengeluaran modal diperoleh dari pembelian perlengkapan dan tanah yang datanya bersumber dari Laporan Aliran Kas (Kieso, 2005:197). Pengeluaran modal untuk pembelian perlengkapan dan tanah tersebut dianggap sebagai pengeluaran modal. Selain itu, dividen yang dibayarkan perusahaan untuk pemegang saham juga merupakan pengeluaran modal (*expenditure capital*). Sedangkan *Net working capital* (NWC) atau modal kerja bersih dapat diperoleh dari selisih lebih total aset lancar terhadap total kewajiban lancar (Kieso dkk. 2005). Sedangkan rumus untuk mengukur rasio utang (DR) dan rasio pembayaran dividen (DPR) dapat dilihat pada rumus dibawah ini yaitu:

$$DR = \frac{\text{Jumlah Kewajiban Jangka Panjang} + \text{Jumlah Ekuitas}}{\text{Jumlah Kewajiban Jangka Panjang}} \quad (2)$$

$$DPR = \frac{\text{Jumlah dividen yang dibayarkan}}{\text{jumlah laba bersih setelah pajak}} \quad (3)$$

Rumus yang digunakan untuk model penelitian ini adalah

$$DR = a + a_1 FCF + a_2 DPR + e \quad (4)$$

$$DPR = b + b_1 FCF + b_2 DR + e \quad (5)$$

Keterangan:

DR : *Debt ratio*

DPR : *Dividend Payout Ratio*

FCF : *Free cash flow*

e : *error term*

#### **C.4 Pengujian Asumsi Klasik**

Penelitian dapat dikatakan layak untuk diteliti bila variabel yang akan diteliti memenuhi dari pengujian asumsi klasik, yaitu tidak mengandung unsur heterokedastisitas, multikoleniaritas dan autokorelasi. Jika variabel yang hendak diteliti mengandung salah satu unsur tersebut maka penelitian tersebut tidak layak untuk diteliti dan tidak boleh dilanjutkan, kecuali diteliti lebih lanjut bila ada unsur atau data yang outlier atau sangat menyimpang di-drop dari penelitian, agar tidak mengganggu pengujian. Kemudian, variabel tersebut kembali diuji lagi dengan uji asumsi klasik sampai dengan variabel tersebut bebas atau lolos dari uji asumsi klasik.

#### **C.5 Metoda Analisis Statistis**

Penelitian ini akan diuji dengan uji regresi. Namun sebelum diuji secara statistis dengan uji regresi akan dilakukan uji asumsi klasik dahulu untuk menilai kelayakan data penelitian apakah layak untuk diuji atau tidak. Uji asumsi klasik tersebut digunakan untuk memastikan bahwa data-data laporan keuangan tersebut tidak mengandung unsur multikoleniaritas, heterokedastisitas, dan autokorelasi.

Pertama-tama yang peneliti lakukan adalah peneliti akan mengklasifikasikan data yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan go publik sesuai dengan variabel independen (*free cash flow*) dan data yang bersumber dari Bursa Saham sesuai dengan variabel dependennya (rasio utang dan rasio dividen yang dibayarkan). Data tersebut kemudian diolah dan dihitung dengan memasukkan nilai variabel baik independen dan dependen ke dalam persamaan regresi. Program statistik yang digunakan yaitu SPSS. Alat statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah uji regresi dengan metoda kuadrat terkecil.

Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu atau lebih variabel independen (variabel penjelas/bebas), dengan tujuan untuk mengestimasi dan/atau memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui (Gujarati, 2003; oleh Ghozali, 2005). Hasil analisis regresi adalah berupa koefisien untuk masing-masing variabel independen. Koefisien ini diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaan. Koefisien regresi dihitung dengan dua tujuan sekaligus, 1) meminimalkan penyimpangan antara nilai aktual dan 2) nilai estimasi variabel dependen berdasarkan data yang ada (Tabachnick, 1996; oleh Ghozali, 2005). Analisis regresi selain mengukur kekuatan hubungan antar dua variabel atau lebih, juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Variabel dependen diasumsikan random/stokastik, yang berarti mempunyai distribusi probabilistik. Variabel independen/bebas

diasumsikan memiliki nilai tetap (dalam pengambilan sampel berulang) (Ghozali, 2005).

Untuk menilai ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *goodness of fit*-nya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik f dan nilai statistik t. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana  $H_0$  ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila uji statistiknya berada dalam daerah dimana  $H_0$  diterima (Ghozali, 2005).

#### **D. Hasil dan Pembahasan**

Pada penelitian ini ingin menguji lebih jauh tentang pengaruh free cash flow terhadap kebijakan utang dan kebijakan ekuitas. Apakah adanya free cash flow pada laporan keuangan perusahaan manufaktur memberikan pengaruh terhadap kebijakan manajemen dalam memberikan pendanaan utang atau ekuitas.

##### **D.1 Hasil Pengujian Asumsi Klasik**

Suatu model penelitian dikatakan layak jika telah memenuhi uji asumsi klasik, yaitu bebas dari multikoleniaritas, autokorelasi, dan heterokedastisitas. Selain itu, model tersebut juga harus linear (uji linearitas) dan normal (uji normalitas).

Multikolinearitas terjadi jika variabel independennya memenuhi tolerance  $< 0,1$  dan VIF  $> 10$ . Pada model 1, dimana variabel dependennya adalah DR, nilai tolerance sebesar 0,996 dan nilai VIF sebesar 1,004. Sedangkan untuk model 2, dimana variabel dependennya adalah DPR, nilai tolerance sebesar 0,993 dan nilai tolerance

sebesar 1,007. Dari hasil pengujian multikoleniaritas terhadap dua model tersebut dapat disimpulkan tidak terjadi multikoleniaritas diantara variabel independennya baik pada model 1 maupun model 2. Dapat dilihat pada tabel 1 dan 2 pada lampiran 1.

Autokorelasi diuji dengan nilai Durbin Watson. Autokorelasi terjadi jika nilai Durbin watson hitung tidak diantara nilai durbin watson tabel yaitu  $du < d < 4-du$ . Nilai durbin watson hitung model pertama sebesar 1,767. Sedangkan nilai durbin watson tabel dengan  $n=51$  dan  $k=2$ ,  $du=1,631$  dan  $dl=1,467$ ,  $4-du=2,369$ , sehingga  $1,631 < du < 2,369$ . Sedangkan nilai durbin watson hitung sebesar 1,767, berarti variabel independen tersebut tidak mengandung autokorelasi baik positif maupun negatif. Untuk model 2, nilai durbin watson hitung sebesar 2,197. Nilai durbin watson tabel sama dengan model 1 yaitu  $n=51$  dan  $k=2$ , jadi nilai durbin watson tabel sebesar  $1,631 < d < 2,369$ . Nilai durbin watson hitung model 2 sebesar 2,197 yang terletak diantara 1,631 dan 2,369, sehingga dapat disimpulkan bahwa model 2 tidak mengandung autokorelasi baik positif maupun negatif. Dapat dilihat pada tabel 3 dan 4 pada lampiran 1.

Untuk menguji adanya heterokedastisitas atau tidak pada suatu model dengan menggunakan uji park. Pada uji park ini, peneliti harus memodifikasi dengan Ln dengan menggunakan *unstandardized residual* untuk menghitung nilai parameternya. Heterokedastisitas terjadi jika pada model persamaan yang baru ternyata signifikan pada parameter betanya. Persamaan yang baru model 1 dan 2 adalah:

$$\text{LnU2iDR} = a_0 + a_1\text{FCF} + a_2\text{DPR} \quad (17)$$

$$\text{LnU21DPR} = b_0 + b_1\text{FCF} + b_2\text{DR} \quad (18)$$

Hasil dari uji park terlihat bahwa kedua model tersebut tidak ada yang signifikan secara statistik koefisien parameternya. Hal ini berarti kedua model tersebut terbebas dari unsur heterokedastisitas. Dapat dilihat pada lampiran 5 dan 6 pada lampiran 2

Untuk menguji model tersebut linear atau tidak dengan menggunakan uji durbin watson. Pada model 1, nilai durbin watson hitung untuk persamaan regresi pertama sebesar 1,767. Sedangkan nilai durbin watson hitung untuk persamaan regresi kedua yaitu  $DR = a_0 + a_1FCF + a_2DPR + a_3FCF^2 + a_4DPR^2$  adalah 1,646. Nilai durbin watson hitung dari persamaan regresi pertama sebesar 1,767 dan nilai durbin watson hitung dari persamaan regresi 2 model 1 sebesar 1,646 diantara nilai durbin watson tabel sebesar  $1,631 < d < 2,369$ , berarti model 1 persamaan regresi tersebut tidak mengandung salah spesifikasi berarti linear. Sedangkan untuk model 2, nilai durbin watson hitung untuk persamaan pertama sebesar 2,197 dan nilai durbin watson hitung untuk persamaan kedua dengan persamaan  $DPR = b_0 + b_1FCF + b_2DR + b_3FCF^2 + b_4DR^2$  sebesar 2,187. Nilai durbin watson hitung untuk persamaan regresi 1 dan 2 adalah 2,197 dan 2,187 terletak pada nilai durbin watson tabel sebesar  $1,631 < d < 2,369$ . Hal ini berarti sama halnya dengan model 1, model 2 pun tidak mengandung salah spesifikasi pada model tersebut yang berarti telah linear. Dapat dilihat pada tabel 7 dan 8 lampiran 3.

Uji normalitas kedua model untuk melihat apakah dalam model regresi tersebut ada variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Uji normalitas tersebut dengan menggunakan uji *one sample kolmogorov smirnov* yang mengatakan bahwa residual berdistribusi



normal jika nilai  $Z_{kolmogorov\ smirnov}$  tidak signifikan. Hasil uji kolmogorov smirnov untuk model 1 adalah nilai  $Z_{kolmogorov\ smirnov}$  1,031 dan tidak signifikan pada 0,238. Hal ini berarti untuk model 1, residual berdistribusi normal. Sedangkan untuk model 2, nilai kolmogov smirnov sebesar 2,152 namun signifikan pada 0,000. Hal ini berarti pada model 2 residual terdistribusi tidak normal. Namun menurut Kazmier (1988) residual suatu model berdistribusi normal jika  $n \geq 30$ . Sedangkan  $n$  untuk sampel ini adalah 51, sehingga menurut Kazmier (1988), model penelitian ini memenuhi asumsi normalitas tanpa uji apapun. Data tersebut dapat dilihat pada lampiran 3 dan 4 tabel 9 dan 10.

Jadi simpulan hasil uji asumsi klasik adalah baik model 1 dan 2 memenuhi uji asumsi klasik kecuali model 2 tidak memenuhi uji normalitas karena residual pada persamaan regresi model 2 signifikan. Ringkasan hasil uji asumsi klasik dapat dilihat pada tabel 1 dibawah ini.

Tabel 3. Ringkasan hasil uji asumsi klasik

Uji asumsi klasik	Model 1	Model 2
Uji multikoleniaritas	memenuhi	memenuhi
Uji autokorelasi	memenuhi	memenuhi
Uji heterokedastisitas	memenuhi	memenuhi
Uji linearitas	memenuhi	memenuhi
Uji normalitas	memenuhi	tidak memenuhi

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik tersebut, model ini layak untuk diuji lebih jauh karena telah memenuhi uji asumsi klasik.

#### D.2 Hasil Pengujian Regresi

Pada pengujian regresi peneliti akan menguji koefisien determinasi, uji signifikan t dan uji signifikan F (uji

signifikan simultan).

#### **Koefisien determinasi**

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk model persamaan regresi 1 sebesar -0,034 (lihat tabel 3 lampiran 2) dan model regresi 2 sebesar -0,037 (lihat tabel 4 lampiran 2). Berdasarkan uji statistik SPSS tersebut terlihat bahwa nilai  $R^2$ -nya sangat kecil. Hal ini berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependennya sangat terbatas. Variabel FCF dan DPR hanya sebesar 3,4% dapat menjelaskan variabel DR. Begitu pula dengan DPR yang hanya dapat dijelaskan oleh FCF dan DR sebesar 3,7%. Sedangkan sisanya 96,6% untuk model 1 dan 96,3% dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

#### **Uji signifikan simultan (uji statistik F)**

Untuk menguji signifikan simultan atau uji statistik F ditempuh dengan Uji ANOVA yaitu membandingkan nilai F hasil perhitungan dengan nilai F menurut tabel (Ghozali, 2005). Nilai F hasil perhitungan untuk model regresi 1 adalah 0,180 dengan probabilitas 0,836, sedangkan nilai F tabel sebesar 3,177. Nilai F hitung jauh lebih kecil dibanding nilai F tabel pada model persamaan regresi 1. Berarti FCF dan DPR tidak bisa secara bersama-sama mempengaruhi DR. Hal tersebut didukung dengan nilai probabilitasnya yang tidak signifikan.

Sedangkan untuk model persamaan regresi ke-2, nilai F hitung sebesar 0,117 dengan probabilitas 0,890. Nilai F tabel sebesar 3,177. Nilai F hitung lebih kecil dibanding nilai F tabel. Hal berarti variabel independen yaitu FCF dan DR secara bersama-sama tidak mempengaruhi DPR. Apalagi didukung nilai probabilitas nilai F hitung tidak

signifikan.

#### **Uji signifikan parameter individual (uji statistik t)**

Dengan menggunakan uji t pada persamaan regresi 1 dapat diketahui bahwa FCF maupun DPR tidak memberikan pengaruh kepada DR. Hal ini terbukti tingkat signifikan FCF dan DPR lebih besar daripada 0,05 yaitu 0,581 dan 0,851, (dapat dilihat pada tabel 1 lampiran 1) sehingga persamaan matematis untuk model 1 tersebut adalah

$$DR = 0,252 + 2,176E-14FCF - 0,010 DPR \quad (19)$$

Sedangkan untuk model persamaan regresi 2 diketahui bahwa FCF dan DR juga tidak memberikan pengaruh kepada DPR. Hal ini terbukti dari tingkat signifikan FCF sebesar 0,671 dan DR sebesar 0,851. Bilamana keduanya melampaui dari tingkat signifikan 0,05 (dapat dilihat pada tabel 2 lampiran 1). Sehingga persamaan matematis untuk model 1 adalah

$$DPR = 0,272 - 4,49E-14FCF - 0,73DR \quad (20)$$

#### **D.3 Pembahasan**

Berdasarkan hasil pengujian F dan t diatas dapat diketahui bahwa hipotesis alternatif 1 yaitu FCF memberikan pengaruh positif terhadap DR tidak dapat diterima. Penolakan hipotesis 1 dapat disebabkan oleh beberapa faktor, dimana pada penelitian ini sangat terbatas untuk mengungkapkan faktor-faktor tersebut untuk dijadikan variabel dan diuji lebih lanjut.

Begitu pula dengan hipotesis kedua yaitu FCF memberikan pengaruh positif terhadap DPR juga tidak dapat diterima baik dengan uji F maupun t. Dilihat dari

rata-rata FCF selama lima tahun tersebut hanya 5 perusahaan saja yang memiliki FCF positif. Lima FCF positif dibandingkan dengan 46 FCF negatif tidak dapat mendukung hipotesis alternatif.

Banyaknya FCF negatif sebanyak 46 perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia tidak mempunyai FCF yang cukup untuk membiayai kegiatan lain setelah dividen dan investasi. Sisi baiknya perusahaan mampu mengelola FCF untuk kepentingan investasi dan dividen sehingga tidak memiliki FCF. Namun sisi buruknya FCF yang negatif berarti perusahaan tidak memiliki pendanaan lain selain investasi dan dividen. Hal ini berarti FCF masih belum bisa dipenuhi oleh perusahaan. Apalagi FCF untuk kepentingan pendanaan lainnya di luar investasi dan dividen.

## **E. Penutup**

### **E.1 Simpulan**

Tujuan penelitian ini adalah ingin menyelidiki lebih jauh tentang pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan utang yang diproksikan dengan rasio utang (*debt ratio*) dan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan ekuitas yang diproksikan dengan rasio pembayaran dividen (*Dividend payout ratio*).

Model persamaan regresi kedua hipotesis tersebut telah memenuhi uji asumsi klasik walaupun untuk model ke-2 tidak lolos uji normalitas karena residual tidak berdistribusi normal. Berdasarkan uji statistik F dan t, kedua hipotesis tersebut tidak dapat diterima. Yang artinya bahwa *free cash flow* tidak memberikan pengaruh positif terhadap *debt ratio* dan begitu pula dengan

*dividend payout ratio*, *free cash flow* tidak memberikan pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Kedua model tersebut tidak ada satupun yang signifikan di tingkat probabilitasnya dengan menggunakan uji F dan t. Berarti baik secara bersama-sama maupun secara individual variabel-variabel independen tersebut tidak mempengaruhi variabel dependennya.

## **E.2 Saran**

Penelitian ini sangat lemah dan masih diperlukan faktor-faktor pendukung lainnya untuk menguatkan pengembangan teori. *Adjusted R square* sebesar 0 berarti bahwa variabel dependen tidak cukup hanya dijelaskan dari dua variabel independen saja dan masih banyak yang perlu digali lebih dalam lagi dengan pengembangan teori-teori yang lebih luas. Misalkan saja dengan memasukkan unsur Set Kesempatan Investasi atau *size* perusahaan dan rata-rata nilai rasio keuangannya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ghozali, I (2005), Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Kazmier, L.J (1988), *Theory and Problems of Business Statistics with Computer applications*, McGraw-Hill Book Company, USA.
- Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D (2005), Intermediate Accounting, Eleventh Edition 2005 FASB Update, Wiley, John Wiley & Sons, Inc, USA.
- Masdupi, E (2005), Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No.1, Hal 57-69.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., dan Rimbey, J.N (1998), The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review* 33, 85-98.
- Panggiarti (2007), Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang untuk Mengendalikan Konflik Keagenan dengan Set Kesempatan Investasi dan Tingkat Pajak sebagai Faktor Pemoderasi, *Tesis S2 UGM*.
- Tarjo (2005), Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No.1, Hal.82 – 104.
- Vidyantie, D.N dan Handayani, R (2006), The Analysis of

the Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earnings Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective, Jurnal Bisnis dan Akuntansi, Vol. 8, No.2, 19 – 33.